

Research Focus

2021年10月7日
No.2021-032

コロナ禍の現預金、成長投資に活用余地

—投資機会のある産業に23兆円滞留—

調査部 上席主任研究員 西岡慎一

《要 点》

- ◆ 企業が保有する現預金が増加している。これには、企業が金融機関からの借り入れを拡大し、コロナの流行による不測の事態に備えてきた点が背景にある。
- ◆ 今後、経済が正常化するにつれて、企業は積み上がった現預金と債務を調整する必要がある。この際、企業にとっての望ましい調整方法は「投資機会の有無」によって異なる。仮に、投資機会がなければ、現預金を債務返済に充当することが合理的となるが、逆に、投資機会があれば、現預金を元手に前向きな投資を実行することが望ましい選択肢となりうる。これにより、企業価値の一段の向上と過剰債務の解消を同時に図ることが可能となる。
- ◆ 試算によれば、半数近くの産業で、高い資本収益率が維持されており、「投資機会がある」と判断される。こうした産業では、コロナ前から経営の効率化や新規需要の獲得が積極的に図られているうえに、コロナ禍でも成長期待が崩れておらず、今年度の設備投資計画は多額にのぼる。コロナ禍で増加した37兆円の現預金のうち23兆円はこれらの「投資機会がある」産業で保有されており、成長投資に活用する余地がある。こうした状況は、投資機会がなく、手元資金の多くが債務返済に充当されたリーマンショック時とは大きく異なる。
- ◆ ただし、日本企業はコロナ前から現預金を蓄積し、前向きな投資への活用には慎重とされてきた点には注意を要する。企業による現預金の有効活用を引き出すためにも、政府には、デジタル化やグリーン化をはじめ成長分野での戦略・目標・行程を具体的に提示するなど、投資を巡る不透明感を緩和させる取り組みが求められる。

本件に関するご照会は、調査部・上席主任研究員・西岡慎一宛にお願いいたします。

Tel: 090-9976-6966

Mail: nishioka.shinichi@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがあります。本資料の情報に基づき起因してご閲覧者様及び第三者に損害が発生したとしても執筆者、執筆にあたっての取材先及び弊社は一切責任を負わないものとします。

1. コロナ禍で増加する企業の現預金

企業が保有する現預金が増加している。財務省「法人企業統計調査（年報）」によれば、2020年度末の現預金残高は250兆円に達し、前年度末から37兆円増加した（図表1左）。増加率は+17.7%と1972年度（同+24.8%）以来、48年ぶりの高い伸びとなった。現預金の増加は、昨春以降、企業が金融機関からの借り入れを拡大させ、コロナの流行による不測の事態に備えてきた点を主因としている。実際、企業の債務残高は20年度末に560兆円と前年度から56兆円増加し、このうちの多くが金融機関への預金として滞留したとみられる（図表1右）。

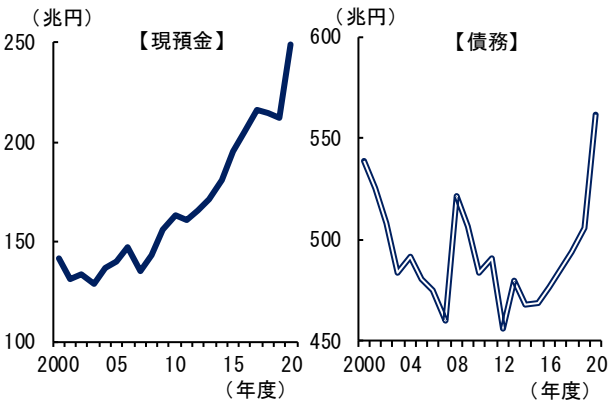
今年度に入ってから、企業の慎重な財務運営が目立っている。企業収益は昨年度の落ち込みから改善する一方、国内投資は抑えられており、手元資金は高止まっている。この結果、最近では家計貯蓄と並んで企業貯蓄も増加している。日本銀行「資金循環」によれば、企業の資金過不足は昨年前半に不足超となった後、後半から余剰が続いている（図表2）。内訳をみると、対外債権（「その他資産」に含む）の保有が増加しているほか、現預金が昨年4～6月期に急拡大した後も小幅な増加が続いている（図表3）。

2. 投資機会で異なるバランスシート調整

今後、ワクチン接種の浸透などが奏功し、経済が正常化に向かうことが期待される。この場合、企業では、コロナ禍で膨らんだ現預金と債務を調整する必要が生じよう。この際、企業にとっての望ましい調整は「投資機会があるかどうか」によって異なる。仮に、投資機会がなければ、現預金を債務返済に充当することが企業にとって合理的である。逆に、投資機会があれば、現預金を前向きな投資に充当し、企業を成長させていくことが望ましい選択肢となりうる。

この点は、最適資本構成理論のフレームワークに沿うと理解しやすい。投資機会がない企業は、実際の債務が「最適な債務（企業価値を最大にする債務）」よりも過大であれば、債務を返済することで過剰債務を解消させ、企業価値を引き上げることができる（図表4左）。一方、投資機会がある企業は、前向きな投資を実行することで、債務を不変としたまま企業価値を引き上げることができ

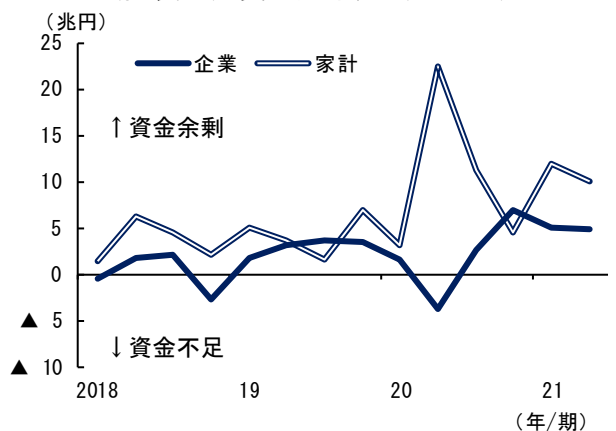
（図表1）企業の現預金と債務残高



（資料）財務省「法人企業統計調査（年報）」

（注）全産業から金融保険業と純粋持株会社を除く。債務は長短借入金と社債。

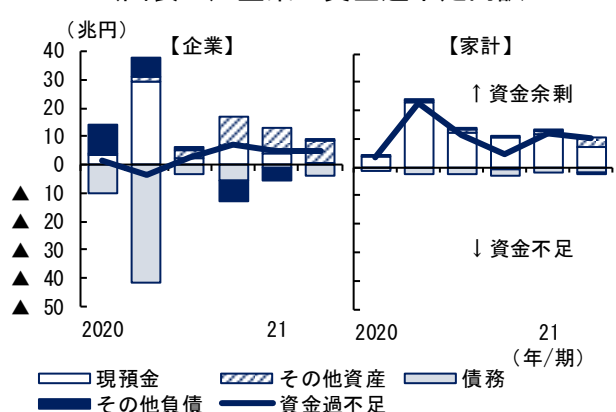
（図表2）資金過不足（フロー）



（資料）日本銀行「資金循環」

（注）季節調整済み。

（図表3）企業の資金過不足内訳



（資料）日本銀行「資金循環」

（注）季節調整済み。

る（図表4右）。これと同時に最適な債務比率も引き上げられることから、過剰債務を縮小させることが可能となる。投資の実行で収益力を高め、デフォルトリスクが低下すれば、最適な債務比率は上昇する。これが実現する限り、手元資金を債務の返済に充当するよりも、投資に活用する方が望ましい選択肢となる。

仮に、過剰債務ではなく、過剰資本を抱えている場合、手元資金の使途も異なるため、実際の調整パターンはより複雑である。ただし、西岡[2021]の試算によれば、2020年末の企業債務は

「最適な債務」を67兆円も上回っており、過剰な債務を抱えた企業が多いと考えられる。仮に、この過剰債務の調整を債務返済ではなく、前向きな投資に振り替えることができれば、コロナ後の景気を上押しし、中長期的な経済成長力を高めることにもつながりうる¹。

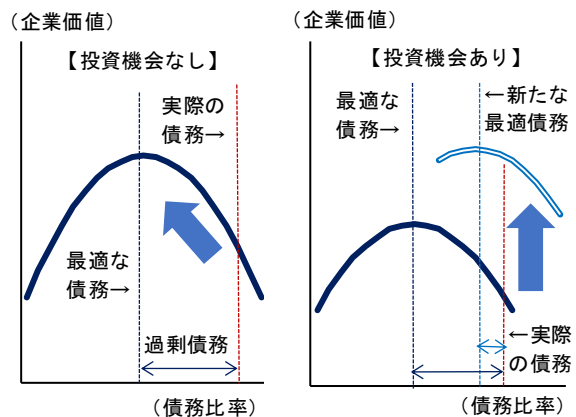
3. 半数近くの産業で投資機会あり

それでは、わが国にはどれくらいの投資機会があるのでしょうか。一般的に、投資機会の有無は投資の費用対効果で測られる。仮に、投資の実行で期待される収益率が資本コストを上回る場合、投資機会があると判断される。この際、企業は投資を実行して資本ストックを積み増すことで、企業価値を引き上げることができる。逆に、期待収益率が資本コストを下回る場合、現存の資本ストックは過剰であり、除却することが合理的となる。資本の期待収益率と資本コストの比率は「トービンのq」と呼ばれており、投資機会の有無を測る代表的な指標である。

図表5では、投資の期待収益率（トービンのq）を試算している。この計算には、資本収益率の実績値や企業による業界需要の期待成長率などが使用されている（補論参照）。「ネット設備投資」は設備投資から減価償却費を除いており、これがプラスのときは、更新投資だけではなく、能力増強や新製品投入などの前向きな設備投資が実行されていると解釈できる。

試算によれば、資本の期待収益率が資本コストを上回って高まるほど、前向きな設備投資が増加するとの関係が明瞭である。期待収益率がコスト対比で1.8倍あたりを超えると、ネット設備投資

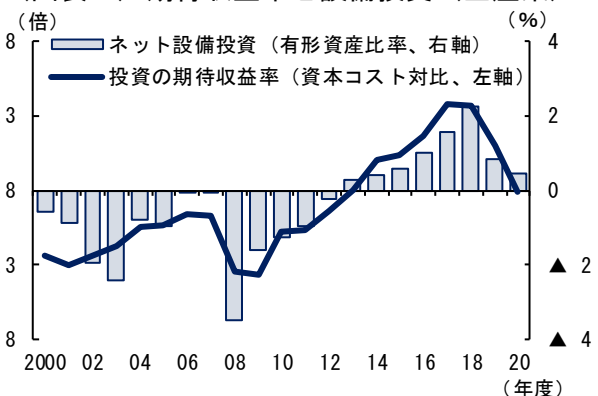
（図表4）債務比率と企業価値（概念図）



（資料）最適資本構成理論をもとに筆者作成

（注）債務比率は総資産に対する債務の比率。

（図表5）期待収益率と設備投資（全産業）



（資料）財務省「法人企業統計調査」などから筆者推計

（注）設備投資は土地とソフトウェアを除く。ネット設備投資は設備投資から減価償却費を控除。投資の期待収益率はトービンのq。推計方法は補論を参照。

¹ ここでの議論は、借り入れた資金の使い道は自由と仮定したうえで、望ましい資本構成や資金使途を企業側の観点から考察している。ただし、実際には、資金使途には制約があり、コロナ禍で拡大した借り入れの多くは運転資金を使途としている。投資資金としての借り換えには金融機関による別途の審査が必要であり、借り入れの条件も異なりうる点には注意を要する。

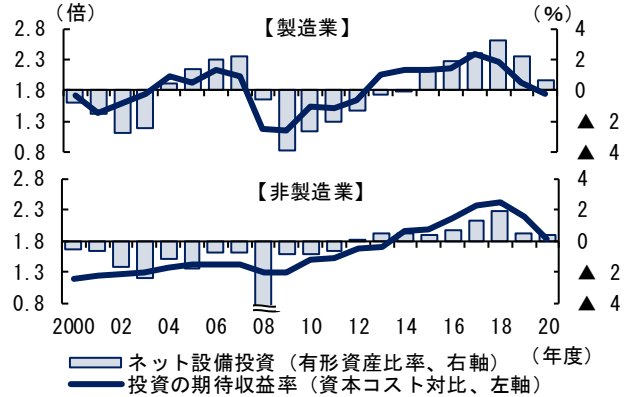
がプラスになるという経験則がある²。直近の2020年度における期待収益率は、コロナ禍で低下したものの、コスト対比では1.8倍付近にとどまっている。

こうした動きは業種別にみても同様であり、製造業と非製造業ともに資本の期待収益率と設備投資は強く連動している(図表6)。この20年間で、製造業の収益率は景気の動きに応じて循環的に変動した。一方、非製造業の収益率は2000年代の低迷期を脱し、2010年代には着実な上昇を果たした。この要因として、①建設業や不動産業を中心に、バブル崩壊以降、長期にわたってコストの削減や過剰設備の調整が進められてきたこと、②情報通信業を中心に、IT化の進展で成長期待が伸長したこと、③運輸業を中心に、観光や物流などの分野で新たな需要を取り込む動きがみられたことなどが挙げられる。このような経営の効率化や新規需要の獲得への取り組みが非製造業の収益率を改善させ、コロナ前の積極的な設備投資につながったと考えられる。

直近2020年度の期待収益率を個別の産業ごとにみると、半数近くの産業で期待収益率がコスト対比1.8倍を超えており、投資機会があると判断される。こうした産業には、製造業では化学や一般機械、非製造業で、建設、情報通信、卸売、小売など8業種が挙げられる(図表7)。リーマンショック時の2008年度にはほとんどの業種で投資機会がなかった点を踏まえると、今次局面では投資機会が増えている。

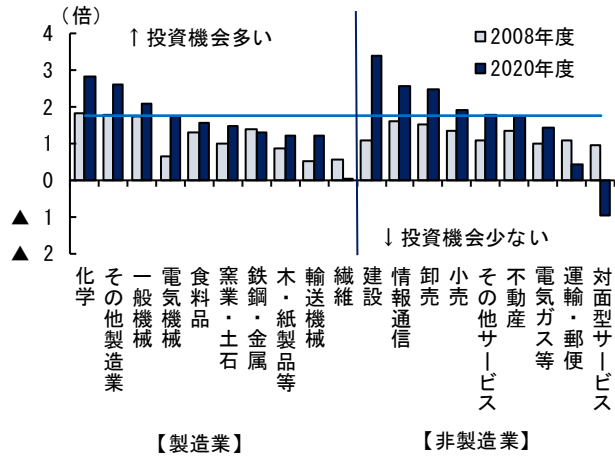
コロナ禍の業績悪化にもかかわらず、投資機会が失われていない背景には、企業の成長期待が崩れていない点が挙げられる。今後5年間における業界需要の期待成長率は製造業・非製造業ともに1%前半を維持しており、多くの産業でコロナ前からはほぼ不変である(図表8)。これには、コロナ禍の悪影響は一時的との見方や

(図表6) 期待収益率と設備投資(業種別)



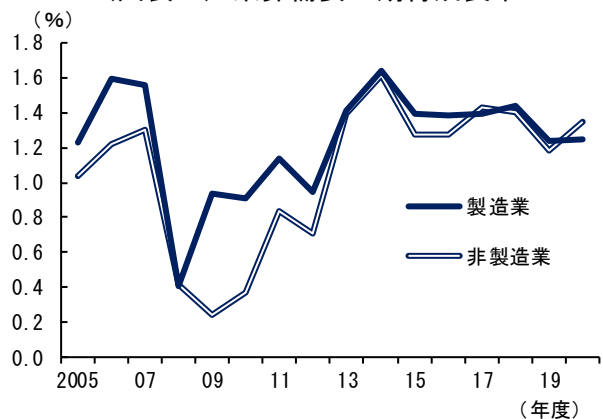
(資料) 財務省「法人企業統計調査」などから筆者推計
(注) 設備投資は土地とソフトウェアを除く。ネット設備投資は設備投資から減価償却費を控除。投資の期待収益率はトービンのq。推計方法は補論を参照。

(図表7) 期待収益率(産業別)



(資料) 財務省「法人企業統計調査」などから筆者作成
(注) 期待収益率は資本コスト対比。推計方法は補論を参照。対面型サービスは宿泊、飲食、生活関連サービス、娯楽。水平線は投資機会の有無の閾値。

(図表8) 業界需要の期待成長率



(資料) 内閣府「企業行動に関するアンケート調査」
(注) 対象は上場企業。今後5年間の名目成長率見通し。

² 産業別データをもとに計測しても、トービンのqが1.8倍を超えるとネット設備投資が正となる関係がみられる(補論参照)。理論的にはトービンのqが1を超えれば、グロスの設備投資は正となるが、ネット設備投資との関係は明らかではない。また、投資実行の際に回収不能な費用が発生する場合、投資実行におけるqの閾値は1を超える。

コロナ後の新規需要が業績を伸ばすとの見方が反映されている可能性がある。

4. 成長投資の原資は 23 兆円、現預金の活用に向けた課題も

このように今次局面では、半数近くの産業で投資機会があり、現預金の活用で企業価値の向上と過剰債務の解消を図りうる。こうした状況は、投資機会がほとんどなく、手元資金が債務返済にはば充当されたリーマンショック時とはかなり異なっている。リーマンショック時には、債務調整が前向きな投資を遅らせ、成長力を低下させた可能性が指摘されている。今次局面では、リーマンショック時の経験を繰り返さないよう現預金を有効活用する視点が重要である。

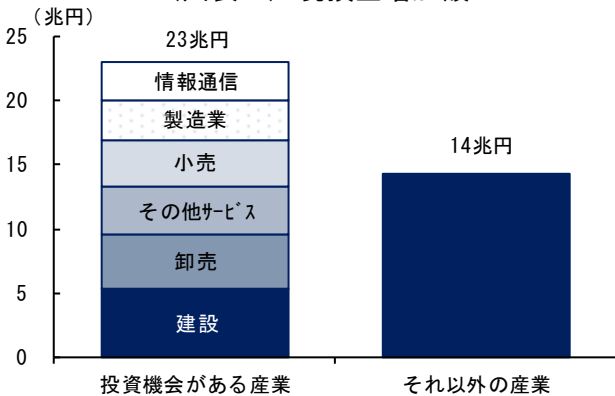
この点、コロナ禍で増加した 40 兆円の現預金のうち 23 兆円は投資機会があるとされた 8 産業で保有されている (図表 9)。しかも、これらの産業では、今年度の設備投資に増加の兆しがある。日本銀行「短観」によれば、投資機会があるとされた 8 産業ではコロナ前を大幅に上回る設備投資が計画されている (図表 10 左)。実際、財務省「法人企業統計調査 (季報)」によれば、これらの産業では、設備投資が昨年後半からすでに増加に転じており、今年 4～6 月期も増勢を維持している (図表 10 右)。日本政策投資銀行の調査によれば、こうした産業では、自動車、電子材料、医薬品向けの高機能品の製造や小売店舗におけるデジタル対応といった前向きな案件が計画されている。今後、現預金がこうした投資を一段と押し上げることが期待される。

ただし、日本企業はコロナ前から現預金を蓄積しており、前向きな投資への活用には慎重とされてきた点には注意を要する。この背景には、バブル崩壊以降、再三にわたって厳しい資金繰りに直面した経験から、手元資金を予備的に保有する傾向が強まっている点が指摘されている (安井[2021]など)。

また、日本企業における経営規律の弱さも企業の現金保有を増加させ、収益力を低下させた点が指摘されている (Kato et al [2017]など)。また、奥・高橋・渡部[2018]では、将来の投資機会への備えが現預金の有力な保有動機として挙げられるが、福田[2017]は、これまで潜在的な投資機会があったにもかかわらず、国内市場の成長性を巡る不確実性が高く、結果的に企業は現預金を投資に活用できなかったと主張している。

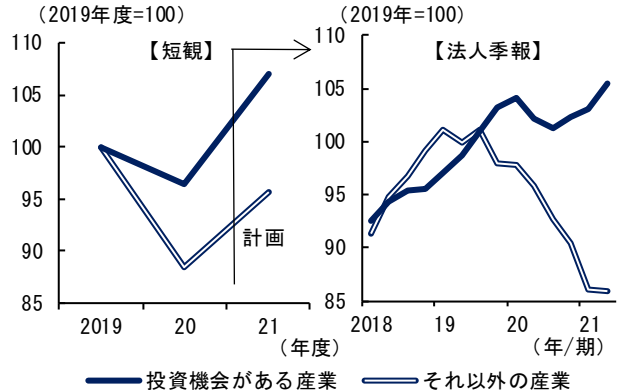
これらの点を踏まえると、企業は金融機関などとの関係を強化し、有事の際の資金調達手段を確保しておくことが重要である。企業統治のあり方を不断に見直し、収益性や成長性を重視した経営

(図表 9) 現預金増加額



(資料) 財務省「法人企業統計調査」などから筆者作成
(注) 現金増加額は2019年度から20年度の変化額。製造業は化学、一般機械、その他製造業の3業種。

(図表 10) 設備投資



(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計調査 (季報)」

(注) 投資機会がある産業は図表 9 の 8 産業 (短観はその他サービス除く)。短観の 21 年度計画は 9 月調査。短観の設備投資はソフトウェア、研究開発を含み、土地を除く。法人季報の設備投資は土地、建設仮勘定、ソフトウェアを含む。後方 4 期移動平均。

を実現することも必要である。さらに、投資を巡る不透明感を和らげる視点も不可欠である。とくに、最近では、デジタル化やグリーン化に向けた投資が課題となっている。政府はこれに関連した政策を打ち出しているが、行政分野の電子化や電力部門の脱炭素化など、具体策は特定の産業や分野にとどまっている。多くの企業による成長投資を誘発するためにも、産業全体の戦略・目標・行程を具体的に提示し、政策面の不確実性を緩和する取り組みが求められる。

以上

補論：投資の期待収益率

投資の期待収益率の計算は、「トービンの限界 q 」をベースとしている。トービンの限界 q は「新たな 1 単位の投資が生み出す収益の割引現在価値」と「投資財の購入価格」の比率と定義される。これは、資本の期待収益率と資本コストの比率と言い換えることもできる。計算式は、田中[2004] にならって以下のとおりとする。

$$q_t = \frac{1 - \tau_t}{(1 - z_t)p_t^k} \sum_{i=0}^{\infty} \left[\left(\frac{1 - \delta_t}{1 + r_t} \right)^i E_t[\pi_{t+i}] \right] \quad (1)$$

ここで、 q は投資の期待収益率、 π は資本ストックの限界収益率、 p^k は投資財価格、 δ は資本減耗率、 r は割引率、 τ は法人税・事業税の実効税率、 z は投資支出の減価償却として節約可能な法人税の割引現在価値を表す。(1) 式を書き換えると以下の近似式を得る。

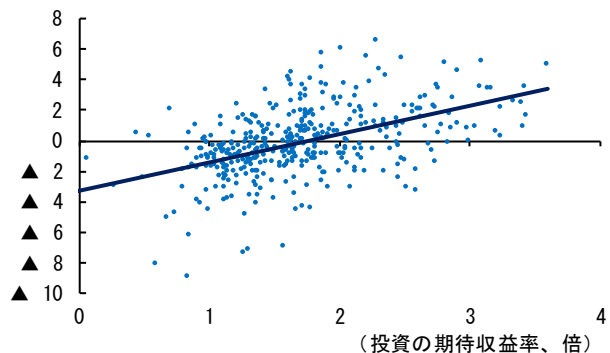
$$q_t = \frac{(1 - \tau_t)(1 + r_t)}{(1 - z_t)(r_t + \delta_t)} \frac{1}{\left(1 - \frac{1 - \delta_t}{1 + r_t} \rho_t\right)} \left[\frac{p_t Y_t}{p_t^k K_t} \right] \quad (2)$$

ここで、 pY は名目収益、 $p^k K$ は名目資本ストック、 ρ は名目収益の期待成長率を表す。資本ストックの限界収益率は名目収益を資本ストックで除したものと定義し、将来の限界収益率は現在の限界収益率に収益の期待成長率を乗じたものと仮定した。 z は以下の式に沿って計算した。

$$z_t = \tau_t \sum_{i=0}^{\infty} \frac{1}{(1 + r_t)^i} \delta_t (1 - \delta_t) = \frac{\tau_t (1 + r_t) \delta_t}{r_t + \delta_t} \quad (3)$$

使用するデータとして、 pY は営業利益と減価償却費の和、 $p^k K$ は有形固定資産、 δ は減価償却費を有形固定資産で除したもの、 r は支払利息を債務（長短借入金と社債の和）で除したもの、 τ は法人税、住民税、事業税を営業利益で除したものとした。これらのデータの出所は財務省「法人企業統計調査（年報）」である。また、 ρ は内閣府「企業行動に関するアンケート調査」による今後 5 年間の業界需要の名目成長率見通しを使用した。近年、無形資産や人的資本への投資が企業価値にとって重要な要素となっているが、ここでの試算は、データ制約などから試算の対象を有形固定資産に限定している。なお、図表 7、9、

(図表11) 期待収益率と設備投資（産業別）
 (ネット設備投資比率、%)



(資料) 財務省「法人企業統計調査」などから筆者作成
 (注) ネット設備投資比率は対有形固定資産比率。ネット設備投資は設備投資から減価償却費を除いたもの。投資の期待収益率は対資本コスト比率で「トービンの q 」を表す。推計方法は本文脚注を参照。データ数は399（2000～20年度の19産業）。

10 で使用された産業別の計算では、投資の期待収益率の値が大きい学術研究、専門サービスなど一部の事業所サービスや変動が激しい石油石炭製品は除外した。

図表 11 は投資の期待収益率とネット設備投資の関係を産業別・時点別に示したものである。産業の数は 19、時点は 2000 年度から 2020 年度である。両者には明瞭なプラスの関係がある。また、推計式から、投資の期待収益率が資本コスト対比で 1.8 倍を超えるとネット設備投資がプラスとなるという経験則も観察される。

参考文献

奥愛、高橋秀行、渡部恵吾[2018]、「日本企業の現金保有行動とその合理性の検証」、P R I ディスカッションペーパーシリーズ、No. 18A-05.

田中賢治[2004]、「設備投資と不確実性：不可逆性・市場競争・資金制約下の投資行動」、『経済経営研究』、Vol. 25、No. 2.

福田慎一[2017]、「企業の資金余剰と現預金の保有行動」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャルレビュー』、平成 29 年第 4 号、pp. 3-26.

安井洋輔[2021]、「わが国企業のキャッシュ保蔵行動に関する一考察：生産性向上に向け、創造型 R & D 投資・ソフトウェア投資の拡大を」、日本総合研究所、J R I レビュー、Vol. 5、No. 89、pp. 51-77.

Kato, Kazuo, Meng Li, and Douglas J. Skinner, [2017], “Is Really a “Buy”? The Corporate Governance Cash Holdings and Economic Performance of Japanese Companies”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 44, No. 3-4, pp. 480-523.